日期：2017 年 07 月 05 日
行业：医药制造业

分析师 魏赟
TEL 021-53686159
E-Mail weiyun@shzq.com
执业证书编号：S0870513090001

研究助理 杜臻雁
TEL 021-53686162
E-Mail duzhenyan@shzq.com
执业证书编号：S0870115070022

# 专注于 POCT 的优秀 IVD 公司

| | |
|---|---|
| IPO 询价区间 | RMB22.25-22.25 元 |
| 上市合理估值 | RMB48.46-58.15 元 |

**基本数据（IPO）**

| | |
|---|---|
| 发行数量不超过（百万股） | 33.00 |
| 发行后总股本（百万股） | 132 |
| 发行方式 | 网上网下 |
| 保荐机构 | 国金证券 |

**主要股东（IPO 前）**

| | |
|---|---|
| 苏恩本 | 53.03% |
| 捷富投资 | 9.89% |
| 杭州捷朗 | 7.42% |
| 重庆麒厚 | 6.68% |
| 爱基投资 | 5.84% |

**收入结构（2016）**

| | |
|---|---|
| 试剂 | 92.49% |
| 仪器 | 7.08% |
| 其他 | 0.43% |

报告编号：DZY17-NSP06
首次报告日期：2017 年 07 月 05 日

## ■ 投资要点

### 公司简介

公司主要从事体外诊断产品的研发、生产和销售，是国家火炬计划重点高新技术企业，是国内体外诊断领域（尤其是 POCT 领域）的主要供应商之一。公司目前已经形成了多个产品平台，可满足心血管、炎症和肾脏等多个疾病检测领域的需求，涵盖了各级医院、社区门诊、卫生院、实验室等多个不同应用环境。终端客户包括 1300 余家三级医院、3800 余家二级医院、6700 余家一级医院，以及 1500 余家其他社区医疗机构、民营医院和独立检测机构等。

### 盈利预测

我们预计 2017-2019 年归于母公司净利润增速分别 27.14%、31.62%和 26.39%，相应的稀释后每股收益分别为 1.33 元、1.75 元和 2.22 元。

### 公司估值

考虑到公司的业务结构及市场竞争状况，我们认为给予公司 17 年每股收益 40 倍市盈率这一估值水平较为合理，以该市盈率为中枢且正负区间为 20%的公司合理估值区间为 48.46-58.15 元，相对于 2016 年的静态市盈率（发行后摊薄）为 46.23-55.48 倍。

### 定价结论

预计募集资金总额 73,425.00 万元，计划发行股份不超过 3,300 万股，对应每股发行价为 22.25 元，发行前市盈率为 17.24 倍。

## ■ 数据预测与估值：

| 至 12 月 31 日（￥.百万元） | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 276.42 | 369.09 | 485.58 | 636.30 | 813.32 |
| 年增长率 | 31.45% | 33.53% | 31.56% | 31.04% | 27.82% |
| 归属于母公司的净利润 | 105.07 | 138.36 | 175.91 | 231.53 | 292.63 |
| 年增长率 | 39.84% | 31.68% | 27.14% | 31.62% | 26.39% |
| （发行后摊薄）每股收益（元） | 0.80 | 1.05 | 1.33 | 1.75 | 2.22 |

*数据来源：公司招股书 上海证券研究所*

重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责条款。

# 一、行业背景

## 1.1 公司所处的行业及其简况

公司主要从事体外诊断产品的研发、生产和销售，是国家火炬计划重点高新技术企业，是国内体外诊断领域（尤其是 POCT 领域）的主要供应商之一。公司目前已经形成了多个产品平台，可满足心血管、炎症和肾脏等多个疾病检测领域的需求，涵盖了各级医院、社区门诊、卫生院、实验室等多个不同应用环境。终端客户包括 1300 余家三级医院、3800 余家二级医院、6700 余家一级医院，以及 1500 余家其他社区医疗机构、民营医院和独立检测机构等。

公司主要产品为 POCT 体外诊断试剂及配套仪器。

**表 1 公司主要业务**

| 产品系列 | 产品类别 | 主要用途 |
|---|---|---|
| 诊断试剂 | 心血管疾病诊断 POCT 试剂 | 通过检测血液中 NT-proBNP、cTnI、D-dimer 等指标，用于心肌损伤诊断、心脏功能的评估以及静脉血栓的临床辅助诊断 |
| | 炎症疾病诊断 POCT 试剂 | 通过检测血液中 CRP、PCT 等指标，用于不同类型炎症的诊断 |
| | 肾脏疾病诊断 POCT 试剂 | 通过检测血、尿中相关指标，用于肾脏损伤及肾功能疾病的诊断 |
| | 血糖检测 POCT 试剂 | 通过检测血液中的 HbA1c 指标，用于判定糖尿病患者血糖水平控制情况 |
| | 优生优育 POCT 试剂 | 通过检测血液中 HCG 及 β 亚单位情况判定孕妇怀孕进程及健康情况 |
| | 生化试剂 | 包含肝功能、肾功能、脂类、其他特定蛋白等多个领域的生化指标检测试剂，与自动生化分析仪器配套使用 |
| 诊断仪器 | Getein 系列荧光免疫定量分析仪 | 以荧光免疫层析技术为平台，配套公司心血管、炎症及肾脏 POCT 试剂用于相关指标的定量检测 |
| | FIA 系列免疫定量分析仪 | 以胶体金免疫层析技术为平台，配套公司心血管、炎症及肾脏 POCT 试剂用于相关指标的定量检测 |

*资料来源：公司招股书 上海证券研究所*

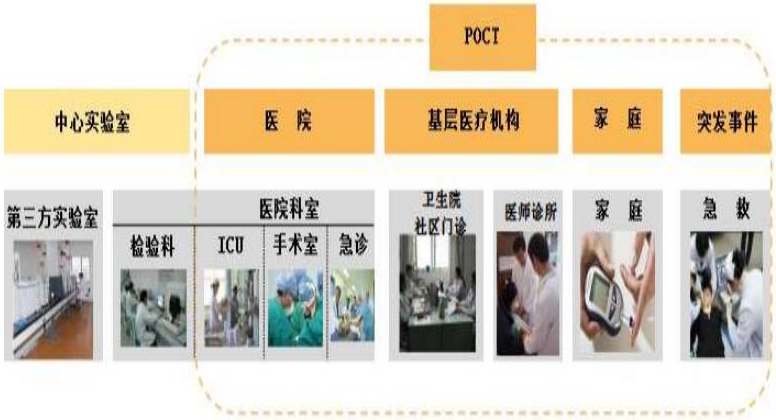
## 1.2 行业增长前景

POCT 属于体外诊断行业的细分领域，是近年来体外诊断行业发展较快的细分领域之一。

**POCT 产品主要应用领域**

POCT 产品的应用极为广泛，包括医院、基层医疗机构、家庭、突发应急、临床应用、优生优育及其他如禁毒、酒驾、食品检测等多个领域，其中医院、基层医疗机构、家庭、突发事件是 POCT 产品的主要应用领域。

**图 1 POCT产品的主要应用领域**

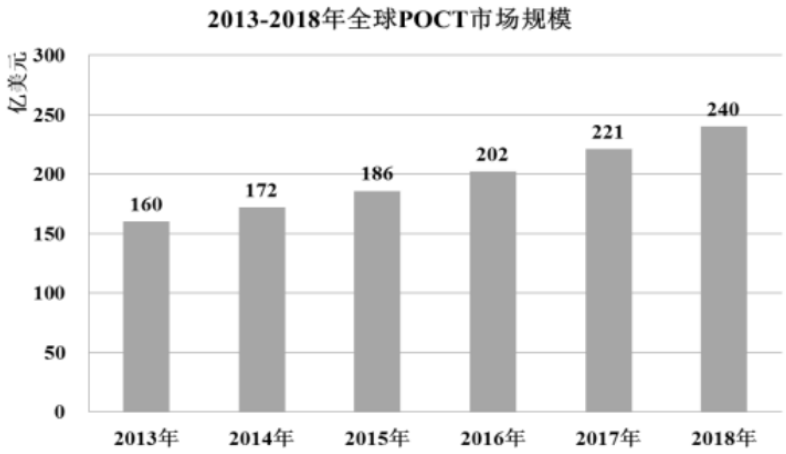



*数据来源：公司招股书 上海证券研究所*

**全球 POCT 行业市场情况**

POCT 市场在全球范围内稳定发展，2013 年市场规模已达 160 亿美元，预计 2018 年市场规模将达 240 亿美元，在 2018 年之前将保持 8%的年复合增长率。

**图 2 2013-2018全球POCT市场规模**



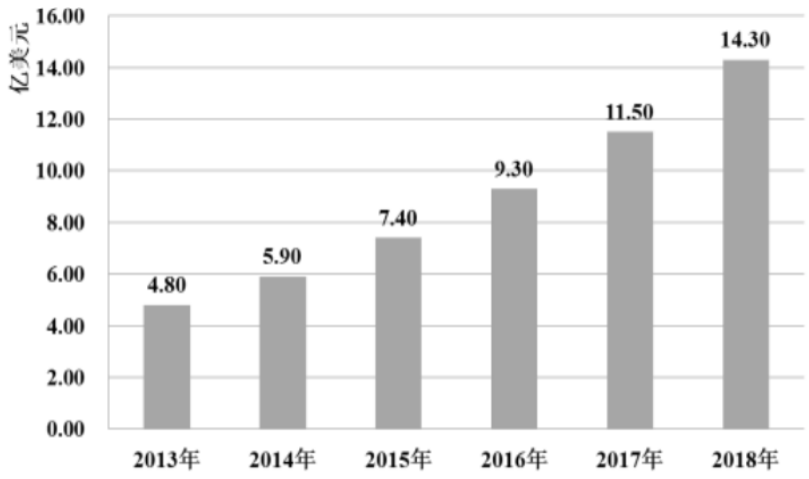

*数据来源：公司招股书 上海证券研究所*

在市场格局方面，2013 年美国地区市场规模达 75 亿美元，占比为 47%，成为全球最大的 POCT 消费区域；欧盟市场规模达 48.7 亿美元，占比为 30%，成为第二大 POCT 消费区域。发展中国家近年来增长迅速，尤其是中国和巴西的市场增长将会成为世界市场规模扩大的主要动力。在产品技术竞争方面，全球 POCT 市场由跨国巨头主导，如美国 Johnson & Johnson（强生）、Roche（罗氏）在血糖领域领先，美国 Alere（美艾利尔）、美国 Abbott（雅培）、丹麦 Radiometer（雷度米特）等则在血气/电解质、心脏标志 物等领域居于领先地位。

**我国 POCT 行业市场情况**

POCT 在我国尚处于发展初期，整体市场规模相对美国、欧盟等发达国家依然偏小。我国人口众多，地区发展不均衡，医疗资源差异较大，是 POCT 潜在的巨大市场。2013 年我国 POCT 市场规模达到了 4.8 亿美元，占全球市场的比重由 2007 年的 3%上升至 2013 年的 7%；预计到 2018 年，我国 POCT 市场规模可达 14.3 亿美元，未来几年将保持 20%以上的年复合增长率。

**图 3 2013-2018我国POCT市场规模**




*数据来源：公司招股书 上海证券研究所*

在我国，POCT 产品主要包括心脏标志物、糖尿病、感染性疾病、血气/电解质、妊娠/排卵、凝血、血常规等类别，其中妊娠/排卵和血常规类 POCT 检测产 品发展较为成熟，其他产品还处于导入和成长期。

## 1.3 行业竞争结构及公司的地位

**行业竞争结构**

经过多年发展，全球体外诊断已成为拥有数百亿美元庞大市场容量的朝阳行业，产业发展成熟，市场集中度较高，形成了一批著名跨国企业集团，包括 Roche（罗氏）、美国 Abbott（雅培）、德国 Siemens（西门子）、美国 Johnson & Johnson（强生）等。这些企业具有产品线丰富、质量稳定、技术含量高和设备制造精密等优势，不仅包括各类体外诊断试剂，还包括各类诊断仪器以及与之相关的医疗技术服务，在全球体外诊断市场处于领先地位。

我国体外诊断产业仍处于成长期，国内行业集中度较低，厂家数量多，且大部分为中小企业，产品品种少，主要为试剂厂商，辅以代理国外仪器。国内企业市场割据竞争的格局较为明显，实力较强的综合性企业较少，行业内排名靠前的企业主要是在某一领域具备竞争优势。国际知名体外诊断产品厂商依靠其产品质量、品牌知名度以及国内销售服务商的优质服务，受到国内医疗机构的广泛认同，其产品在三级医院等国内高端市场占据主流市场地位，且产品价格普遍高于同类国产产品。虽然，我国体外诊断厂商在国内高端市场竞争力相对较弱，但在区域市场、部分体外诊断细分领域和产品成本价格上具有优势。凭借高性价比的产品，国内企业在中低端体外诊断市场具备了一定的竞争力。随着国内企业在高端体外诊断产品研发方面的投入不断增加和国家相关鼓励政策的推进实施，我国体外诊断产品技术研发能力和精密电子设备制造能力将 大幅提升，部分国内企业在 POCT 等体外诊断细分产品领域已经接近或部分达到国际先进水平，逐步打破了国外企业体外诊断产品在国内高端市场的垄断格局。

**公司的竞争地位**

经过近几年的发展，公司收入规模持续增长，已经成为国内体外诊断领域（尤其是 POCT 领域）的主要供应商之一。公司主要产品为 POCT 体外诊断试剂及配套仪器，在该细分领域已经取得了较为明显的优势，占据了一定的市场份额。根据中华人民共和国工业和信息化部《蓝皮书：2015 国内体外诊断产业现状》对国内体外诊断市场规模的估计，公司约占 2015 年国内体外诊断市场总规模 440 亿元中 0.63%的市场份额。

**表 2 公司主要竞争对手情况**

| 序号 | 公司名称 | 公司简介 |
|---|---|---|
| 1 | Roche（罗氏） | 成立于1896年，总部位于瑞士巴塞尔。Roche（罗氏）是全球体外诊断和基于组织的肿瘤诊断的市场领导者，也是糖尿病管理领域的先驱 |

| | | |
|---|---|---|
| | | 者。 |
| 2 | 美国 Abbott（雅培） | 成立于 1888 年，总部位于美国芝加哥。业务涵盖医药的研究、生产、销售以及疾病的预防、诊断和治疗，致力于糖尿病、各种疼痛、呼吸道感染、HIV、男女健康、妇幼保健、兽病等方面的研究，在医药、营养学和医疗器械生产领域中占据领导地位。 |
| 3 | 德国 Siemens（西门子） | 成立于1847年，总部位于德国慕尼黑。德国Siemens（西门子）的业务包括临床化学检测系统及应用产品的研发、生产、销售，在实 验室诊断领域占据主导地位。 |
| 4 | 美国 Johnson & Johnson（强生） | 成立于1886年，总部位于美国新泽西州。美国Johnson & Johnson（强生）致力于为全球提供高价值的诊断产品和服务，为疾病的筛选，诊断，监控和确认提供准确、优良性价比的解决方案。 |
| 5 | 万孚生物（股票代码：300482） | 主要从事快速诊断试剂、快速检测仪器等POCT相关产品的研发、生产与销售。其主要产品可按检测结果分为定性检测产品和定量检测产品两大类；按用途分为妊娠检测、传染病检测、毒品（药品滥用）检测、慢性病检测四类。 |
| 6 | 瑞莱生物 | 主要从事高新生物技术产品的研发及产业化生产，是美国 ReLIA生物科技公司在中国的独资企业。瑞莱生物自主开发了ReLIA检测系统，在国内建立了拥有多项国际自主知识产权的POCT技术体系。 |
| 7 | 明德生物（股票代码：430591） | 主要从事POCT快速诊断试剂与快速检测仪器的自主研发、生产和销售，已构建了以全血滤过技术、多重抗体标记技术、胶体金炼制技术为核心的技术平台以及高通量智能POCT定量检测平台，已形成了覆盖20余类疾病检测的产品线。 |

*数据来源：公司招股书 上海证券研究所*

## 1.4 公司的竞争优势

公司主要的竞争优势有：1）**生物原料制备优势：**在生物原料方面，国内企业大多依赖进口，仅有少数企业能够自行生产。公司通过自主研发，掌握了基因工程技术、单/多克隆抗体制备技术、小分子全合成技术等重要技术，可以自主生产部分所需的各类抗原抗体、生物活性原料、层析介质、质控品、校准品等常用原料，减少了对进口原料的依赖，大幅降低了产品的生产成本。2）**技术及研发优势：**公司具有技术平台优势，掌握了多项原材料制备技术、免疫层析标记技术、试剂条抗基质干扰技术、多色荧光免疫层析蛋白芯片技术、多试剂条存储及自动加载技术、转盘试剂卡缓存和时序分配算法、自动化样本前处理和加样技术等多项体外诊断产品生产技术，从而建立了胶体金免疫层析、荧光免疫层析、生化胶乳试剂、化学发光和诊断试剂原材料开发五大技术平台。3）**产品组合与产品平台优势：**凭借对体外诊断行业不同层次最终消费者差异化需求的深入理解，公司将多个用于检测不同指标的产品进行关联组合，为客户量身打造了多指标组合的体外诊断产品系列。在产品平台方面，公司目前已经形成了心血管、炎症和肾脏等多个产品平台，可

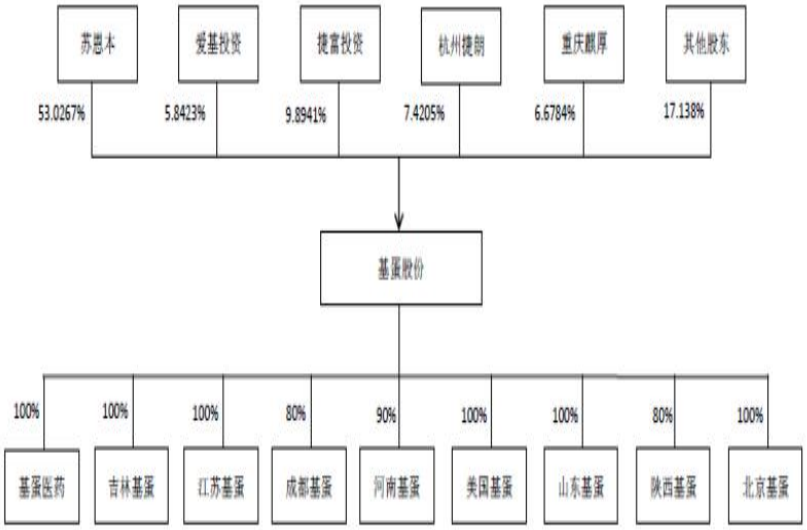
满足多个疾病检测领域的需求。4）**完善的质量体系：**公司形成了包括标识和可追溯性控制程序、产品防护控制程序、监视和测量设备控制程序、检测和质量控制程序、质量记录控制程序和内部审核控制程序等多项质量控制相关文件，形成了一套具有公司特色的，覆盖体外诊断产品研发、生产、销售、应用各个细分环节的质量控制体系。

## 二、公司分析及募集资金投向

### 2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

公司的前身基蛋有限成立于 2002 年，于 2014 年整体变更为股份有限公司。公司董事长兼总经理苏恩本直接持有公司总计 53.03%的股份，并间接通过爱基投资控制公司 5.84%的股份，是公司的控股股东和实际控制人。

**图 4 公司股权结构图（IPO前）**



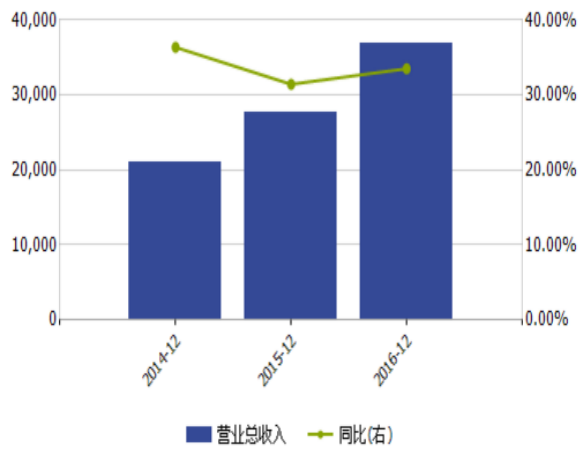

*数据来源：公司招股书 上海证券研究所*

### 2.2 公司主营业务突出、收入和利润快速增长

2014-2016 年，公司营业收入分别为 21,029.34 万元、27,642.03 万元和 36,909.04 万元，年复合增长率为 32.48%。公司营业收入增长主要来源于心血管类和炎症类试剂业务。2014-2016 年，公司主营业务收入占营业收入比重在 95%以上，主营业务突出。

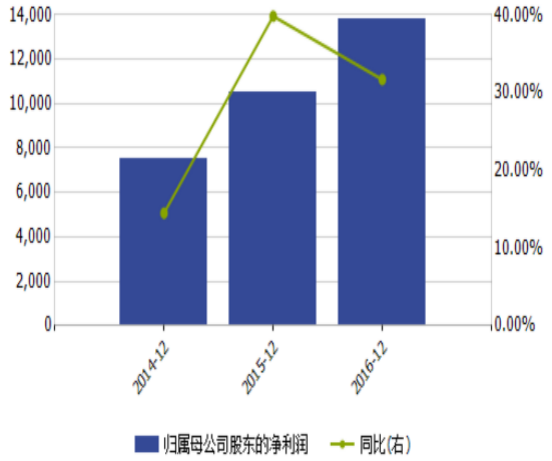
2014-2016 年，公司归母净利润分别 7,513.59 万元、10,506.68 万元和 13,835.69 万元，同比增长率分别为 14.49%、39.84%和 31.68%，保持快速增长。

图 5 公司近年营业总收入及增长率




数据来源：Wind 上海证券研究所

图 6 公司近年归母净利润及增长率




数据来源：Wind 上海证券研究所

## 2.3 综合毛利率保持稳定

2014-2016 年，公司的综合毛利率分别为 83.83%、82.81%和 81.21%，公司综合毛利率稳定保持在较高水平。心血管和炎症类产品是公司主要的毛利来源。

## 2.4 募集资金投向

公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股不超过 3,300 万股，预计募集资金净额 66,921.00 万元。本次募集资金使用计划如下：

表 3 本次募集资金投资项目情况（单位：万元）

| 序号 | 项目名称 | 投资总额 | 募集资金投入金额 | 项目目标 |
|---|---|---|---|---|
| 1 | POCT体外诊断试剂及临床检验分析仪器生产项目 | 24,185.00 | 24,185.00 | 项目采用边建设、边投产的方式，项目第一阶段建设结束后即开始投入运营，建设期1年，建设运营期1年，正常运营期按9年进行计算，计算期总计为11年，达产年为第5年。项目实施后主要经济效益指标。达产后年均销售收入39,600万元，年均净利润13,340万元。 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 2 | 胶乳及质控品类体外诊断试剂产业化项目 | 7,182.00 | 7,182.00 | 本项目采用边建设、边投产的方式，项目第一阶段建设结束后即开始投入运营，建设期1年，建设运营期1年，正常运营期按9年进行计算，计算期总计11年，达产年为第5年。达产后年均销售收入7,450万元，年均净利润2,224万元。 |
| 3 | 基蛋生物研发中心建设项目 | 8,730.00 | 8,730.00 | 项目预计建设期为两年，从第二年开始逐步投入使用。 |
| 4 | 基蛋生物营销网络建设项目 | 6,824.00 | 6,824.00 | 在国内新设16个办事点或子公司，设立6个冷链仓储基地， |
| 5 | 总部基地项目 | 6,250.00 | 6,250.00 | 拟建成5000平方米办公场所 |
| 6 | 补充流动资金 | 13,750.00 | 13,750.00 | |
| | **合计** | **66,921.00** | **66,921.00** | |

*数据来源：公司招股书 上海证券研究所*

# 三、财务状况和盈利预测

## 3.1 盈利能力、成长能力及资产周转能力指标的分析

**期间费用率逐年下降**

公司的期间费用主要由销售费用和管理费用构成，2014-2016年期间费用率分别为44.10%、41.40%和38.74%，逐年下降，公司费用控制良好。

**表 4 公司近年期间费用情况（单位：万元）**

| 项目 | 期间费用金额（万元） | | | 期间费用占营业收入比例 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2016年度 | 2015年度 | 2014年度 | 2016年度 | 2015年度 | 2014年度 |
| 销售费用 | 7,478.11 | 5,168.90 | 3,499.95 | 20.26% | 18.70% | 16.64% |
| 管理费用 | 6,857.87 | 6,273.40 | 5,779.38 | 18.58% | 22.70% | 27.48% |
| 财务费用 | -36.45 | 0.37 | -3.73 | -0.10% | 0.001% | -0.02% |
| 合计 | 14,299.53 | 11,442.67 | 9,275.60 | 38.74% | 41.40% | 44.10% |

*数据来源：公司招股书 上海证券研究所*

**主要资产周转能力指标良好**

2014-2016年，公司应收账款周转率分别为15.22、17.04和20.85，应收账款周转率呈现上升趋势，主要原因是随着公司业务增长，应收账款回款控制良好。与可比上市公司相比，公司应收账款周转较高，公司的应收账款管理能力较强。

2014-2016 年，公司存货周转率分别为 1.95、1.55 和 1.53。公司存货周转率低于同行业可比上市公司平均水平，主要原因是公司存货余额较大，这与公司经营特点有关。公司存货周转率呈现下降趋势，主要原因是随着公司业务增长，公司试剂、仪器等产品备货增加，同时，公司生产的仪器所需部分零配件由外购转为自产，相应导致存货增加。

表 5 公司及可比上市公司应收账款周转率和存货周转率

| 公司名称 | 应收账款周转率（次/年） | | | 存货周转率（次/年） | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2016 年 | 2015 年 | 2014 年 | 2016 年 | 2015 年 | 2014 年 |
| 科华生物 | 6.20 | 5.24 | 7.13 | 2.64 | 2.34 | 2.66 |
| 达安基因 | 2.10 | 2.28 | 2.15 | 4.89 | 6.18 | 5.23 |
| 万孚生物 | 11.58 | 12.35 | 13.67 | 2.69 | 2.84 | 2.66 |
| 平均值 | 6.84 | 6.62 | 7.65 | 3.41 | 3.79 | 3.52 |
| 基蛋生物 | 20.85 | 17.04 | 15.22 | 1.53 | 1.55 | 1.95 |

*数据来源：公司招股书 上海证券研究所*

### 3.2 盈利预测及主要假设

1）公司的主导产品销售稳定增长；

2）毛利率水平保持稳定；

3）公司各项费用率保持稳定；

4）公司募投项目进展顺利。

基于以上假设，我们预计 2017-2019 年归于母公司净利润增速分别 27.14%、31.62%和 26.39%，相应的稀释后每股收益分别为 1.33 元、1.75 元和 2.22 元。

## 四、风险因素

### 4.1 市场竞争风险

由于 POCT 产品具有快速、便捷、准确的诊断特点，近年来逐渐被全球消费 者广泛使用。市场规模的增长也刺激了国内外厂家的竞争，目前我国体外诊断试剂生产企业数量较多，但年销售收入过亿元的企业数量较少，企业普遍规模小、品种少，市场竞争较为激烈。尽管体外诊断试剂行业存在一定的技术、品牌和市场准入壁垒，一般企业不易进入，并且公司凭借多年的努力，已在 POCT 市场赢得了一 定的竞争地位、品牌形象和市场知名度。但公司若不能尽快在规模效应、产业链 延伸、新产品研发和技术创新等方面

取得突破，继续强化和提升自身的竞争优势，将可能导致公司产品的竞争力下降，从而影响公司盈利能力。

## 4.2 政策风险

2016 年 4 月国务院颁布《深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》，2016 年 11 月 8 日，中共中央办公厅、国务院办公厅转发了《国务院深化医药卫生体制改革领导小组关于进一步推广深化卫生体制改革经验的若干意见》，均要求逐步推行“两票制”，减少药品流通领域中间环节，提高流通企业集中度。浙江、四川、湖南、陕西、山东等地已陆续正式发布相关实施文件，并明确实施日期。“两票制”的推行旨在规范行业购销秩序，缩减流通环节，达到逐步降低药价的目的。尽管医疗器械不受上述法规、规定的限制，但部分县市在具体执行中，可能严格要求发行人的产品也执行“两票制”。因此，如果公司在经营策略上不能及时调整具体经营策略，顺应国家有关医药改革、监管政策方面的变化，尤其当产品销售价格出现下滑时所采取的应对措 施效果不显著时，则公司经营业绩存在下滑的风险。

## 4.3 研发风险

面对激烈的市场竞争，公司须不断致力于高科技产品、高附加值产品的开发，但一种新产品从开发到最终得到客户认可并实现规模化生产、销售，往往需要较 长时间。新产品的整个研究开发过程受到种种因素的影响，公司可能面临新产品研发失败或进展缓慢的风险。

## 4.4 质量控制风险

POCT 产品需要对原料采购、生产、运输、存储等各个环节进行管理。虽然公司在安全生产、操作流程和质量控制等方面有一系列严格的制度、规定和要求，但由于采购、生产、运输、存储等环节众多，公司仍面临一定的质量控制风险。

## 4.5 经销商管理风险

公司将优势资源集中在产品研发和生产环节，在产品销售环节主要采用经销 模式，由经销商负责部分市场区域的开拓和维护。该模式是本行业现阶段普遍采用的销售模式，有利于网点的快速扩

张和开发市场盲区，对产品市场推广、提高 品牌和市场影响力具有积极的作用。但由于经销商在人、财、物皆独立于公司，经营计划也根据其业务目标和风险偏好自主确定。若部分经销商的经营活动有悖于公司的品牌经营宗旨，或经销商的实力跟不上公司发展，则可能导致公司产品销售出现区域性下滑，对公司的市场推广产生不利影响。

# 五、估值及定价分析

## 5.1 国内同类公司比较分析

基于已公布的 2016 年业绩和 2017、2018 年预测业绩的均值，同行业可比上市公司 17 年、18 年平均动态市盈率为 67.54 倍、52.74 倍，医疗器械行业 17 年、18 年平均动态市盈率为 45.55 倍、34.96 倍。

**表 6 同行业上市公司估值比较**

| 公司名称 | 股票代码 | 股价 | EPS | | | PE | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 2016A | 2017E | 2018E | 2016A | 2017E | 2018E |
| 科华生物 | 002022 | 17.35 | 0.45 | 0.55 | 0.66 | 38.27 | 31.28 | 26.20 |
| 达安基因 | 002030 | 21.60 | 0.15 | 0.20 | 0.26 | 144.00 | 109.87 | 83.82 |
| 万孚生物 | 300482 | 71.55 | 0.82 | 1.16 | 1.48 | 87.26 | 61.47 | 48.20 |
| **可比公司平均** | | | | | | **89.84** | **67.54** | **52.74** |

*数据来源：Wind 上海证券研究所*

## 5.2 公司可给的估值水平及价格区间

公司预期募集资金净额 66,921.00 万元，假定募集资金净额符合预期，发行费用 6,504.00 万元，预计募集资金总额 73,425.00 万元，计划发行股份不超过 3,300 万股，全部为公开发行新股，对应每股发行价为 22.25 元，发行前市盈率为 17.24 倍。

考虑到公司的业务结构及市场竞争状况，我们认为给予公司 17 年每股收益 40 倍市盈率这一估值水平较为合理，以该市盈率为中枢且正负区间为 20%的公司合理估值区间为 48.46-58.15 元，相对于 2016 年的静态市盈率（发行后摊薄）为 46.23-55.48 倍。

# 六、附表

附表 1 损益简表及预测（单位：百万元人民币）

| 指标名称 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **369.09** | **485.58** | **636.30** | **813.32** |
| 减：营业成本 | 69.35 | 93.23 | 127.83 | 169.09 |
| 营业税金及附加 | 7.13 | 9.23 | 9.54 | 12.20 |
| 营业费用 | 74.78 | 93.23 | 120.90 | 150.46 |
| 管理费用 | 68.58 | 86.43 | 111.35 | 142.33 |
| 财务费用 | -0.36 | -4.41 | -6.92 | -6.58 |
| 资产减值损失 | 0.54 | 0.97 | 1.27 | 1.63 |
| 加：投资收益 | 3.55 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **营业利润** | **152.62** | **206.89** | **272.32** | **344.18** |
| 加：其他非经营损益 | 9.05 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **利润总额** | **161.67** | **206.89** | **272.32** | **344.18** |
| 减：所得税 | 23.35 | 31.03 | 40.85 | 51.63 |
| **净利润** | **138.32** | **175.86** | **231.47** | **292.55** |
| 减：少数股东损益 | -0.04 | -0.04 | -0.06 | -0.07 |
| **归属母公司股东净利润** | **138.36** | **175.91** | **231.53** | **292.63** |

*资料来源：Wind 上海证券研究所*

附表 2 资产负债表、现金流量表及预测（单位：百万元人民币）

| 资产负债表 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | -24.34 | 416.24 | 198.61 | 386.06 |
| 应收和预付款项 | 31.10 | 51.01 | 57.66 | 82.33 |
| 存货 | 49.05 | 59.42 | 89.31 | 107.43 |
| 其他流动资产 | 172.75 | 172.75 | 172.75 | 172.75 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产和在建工程 | 122.49 | 435.47 | 748.15 | 697.47 |
| 无形资产和开发支出 | 25.22 | 22.43 | 19.64 | 16.85 |
| 其他非流动资产 | 6.21 | 5.09 | 3.97 | 3.97 |
| **资产总计** | **382.48** | **1162.40** | **1290.09** | **1466.85** |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付和预收款项 | 38.75 | 56.25 | 61.24 | 82.92 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他负债 | 0.77 | 0.77 | 0.77 | 0.77 |
| **负债合计** | **39.52** | **57.01** | **62.00** | **83.68** |
| 股本 | 99.00 | 132.00 | 132.00 | 132.00 |
| 资本公积 | 59.87 | 696.08 | 696.08 | 696.08 |
| 留存收益 | 181.22 | 274.49 | 397.25 | 552.40 |
| **归属母公司股东权益** | **340.09** | **1102.57** | **1225.32** | **1380.48** |
| 少数股东权益 | 2.87 | 2.83 | 2.77 | 2.69 |
| **股东权益合计** | **342.96** | **1105.39** | **1228.09** | **1383.17** |
| 负债和股东权益合计 | 382.48 | 1162.40 | 1290.09 | 1466.85 |
| **现金流量表** | **2016** | **2017E** | **2018E** | **2019E** |
| 经营活动产生现金流量 | 155.64 | 179.59 | 214.23 | 318.35 |
| 投资活动产生现金流量 | -82.28 | -330.00 | -330.00 | 0.00 |
| 融资活动产生现金流量 | -59.18 | 590.98 | -101.86 | -130.90 |
| **现金流量净额** | 14.55 | 440.57 | -217.62 | 187.45 |

*资料来源：Wind 上海证券研究所*

## 分析师承诺

魏赟 杜臻雁

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

| 投资评级 | 定义 |
| --- | --- |
| 增持 | 股价表现将强于基准指数 20%以上 |
| 谨慎增持 | 股价表现将强于基准指数 10%以上 |
| 中性 | 股价表现将介于基准指数±10%之间 |
| 减持 | 股价表现将弱于基准指数 10%以上 |

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

| 投资评级 | 定义 |
| --- | --- |
| 增持 | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5% |
| 中性 | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5% |
| 减持 | 行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5% |

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。